VakıfBank

Beklentilerin üzerinde kâr, sermaye tamponu daralıyor

Mücahid Yıldırım
Analist
myildirim@sekeryatirim.com
+90 (212) 334 3333 (150)

VakıfBank 3Ç26'da 15,43 mlr TL solo net kâr açıkladı. Net kâr çeyreklik bazda %2,4, yıllık bazda %29,8 arttı. Sonuç piyasa beklentisini (14,44 mlr TL) %6,9, bizim tahminimizi (14,30 mlr TL) ise %7,9 aştı. 9A26 net kârı yıllık %8,5 artışla 45,54 mlr TL oldu.

TÜFEX geliri marjı yukarı taşıdı. Swap dahil net faiz geliri çeyreklik %31,1 artışla 55,59 mlr TL'ye yükseldi. Banka, TÜFE'ye endeksli menkul kıymetlerin değerlemesinde kullandığı Ekim-Ekim enflasyon tahminini %20,9'dan %26,6'ya çekti; TÜFEX geliri de 17,10 mlr TL'den 32,30 mlr TL'ye çıktı. Swap düzeltilmiş net faiz marjı %3,18'den %3,92'ye yükseldi. Banka, Ekim'de gerçekleşen %29,8'lik enflasyonla 4Ç26'da yaklaşık 10,5 mlr TL ek TÜFEX geliri bekliyor.

Komisyonlar güçlü, gider artışı yavaşladı. Net ücret ve komisyon gelirleri çeyreklik %17,5, yıllık %27,5 artışla 26,27 mlr TL'ye ulaştı. Faaliyet giderleri çeyreklik %9,0 gerileyerek 39,89 mlr TL oldu; 9A26'da yıllık artış %47,3. 2Ç26'daki 8 mlr TL'lik serbest karşılık iptali bu çeyrekte tekrarlanmadığından diğer faaliyet gelirleri 1,74 mlr TL'ye indi (2Ç26: 10,66 mlr TL).

Aktif kalitesinde belirgin bozulma. Çeyrekte 45 mlr TL yeni takip girişi oldu ve takipteki krediler oranı %3,35'ten %4,08'e yükseldi. Net karşılık giderleri bir önceki çeyreğin iki katına çıkarak 22,55 mlr TL oldu. Net kredi riski maliyeti 3Ç26'da 253 bp, 9A26'da 192 bp. Toplam karşılıkların takipteki kredileri karşılama oranı %108'den %96'ya geriledi.

Büyüme güçlü, sermaye tamponu daralıyor. Krediler çeyreklik %8,8, yılbaşından bu yana %22,4 artışla 3,56 trilyon TL'ye ulaştı. Mevduat çeyreklik %12,8 artışla 4,02 trilyon TL oldu. TL mevduatın %13,4 büyümesiyle kredi/mevduat oranı %88,6'ya indi. Hızlı büyüme sermaye oranlarını aşağı çekti: çekirdek sermaye yeterlilik oranı %9,48'den %9,05'e, sermaye yeterlilik oranı %13,60'a geriledi. Tamponlar dahil yasal asgari çekirdek sermaye oranı %7,03.

Artık gelir modeline geçişle birlikte 2026 net kâr tahminimiz 75,91 mlr TL (ortalama özkaynak kârlılığı %21,7), 2027 tahminimiz 99,82 mlr TL (%22,9). Daha yüksek kredi riski maliyeti (2027: %1,75) ve %9 civarında seyreden çekirdek sermaye oranı, modelimizde büyümeyi ve temettü kapasitesini sınırlıyor. Akbank, Garanti BBVA, TSKB, Yapı Kredi ve İş Bankası'nda olduğu gibi VakıfBank için de değerleme yöntemimizi artık gelir (RI) modeline geçirdik. **Tahmin ve beta varsayımı güncellemelerimizle birlikte 12 aylık hedef fiyatımız 46,39 TL'den 43,04 TL'ye geliyor; %35 getiri potansiyeli ile "AL" tavsiyemizi koruyoruz.** Hisse 2026T için 4,2x F/K ve 0,81x F/DD ile işlem görüyor.

Tavsiye	**AL**
Hedef fiyat (TL)	**43,04**
Artış potansiyeli (%)	**35%**
Önceki Tavsiye	AL
Önceki hedef fiyat (TL)	46,39

	TL	US$
Fiyat	31,80	0,64
BİST 100	11.333	227
US$ (MB Alış):	49,94	
52 Hafta Yüksek:	43,06	0,98
52 Hafta Düşük:	23,88	0,57
Bloomberg Kodu:	VAKBN.TI	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	9.916	
	(TL Mn)	**(US$ Mn)**
Piyasa Değeri:	315.326	6.315
Halka Açık PD:	18.920	379
Ortalama İşlem Hacmi:	1.610	36

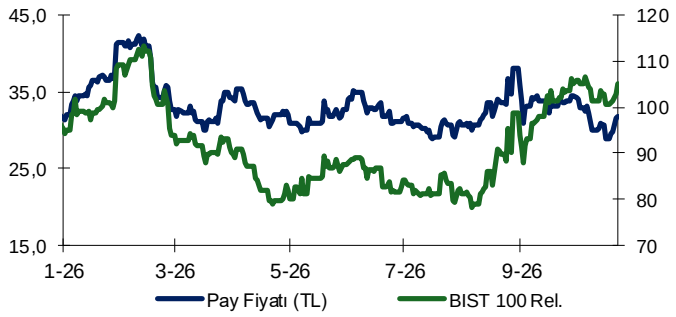
Beklenti (TL mn)	**Açıklanan**	**Şeker**	**Fark**	**Piyasa**	**Fark**
Net kâr	15.432	14.300	7,9%	14.435	6,9%

3Ç26	**2Ç26**	**3Ç26**	**Çeyreklik**	**3Ç25**	**Yıllık**
Net kâr (TL mn)	15.077	15.432	2%	11.893	30%

Tahminler (TL mn)	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026T**	**2027T**
Net Kâr	25.046	40.375	70.050	75.912	99.824
Özkaynak	171.428	219.194	322.381	387.388	487.212

Değerleme	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026T**	**2027T**
F/K (x)	5,1	5,7	4,3	4,2	3,2
F/DD (x)	0,74	1,05	0,94	0,81	0,65
Aktif Getirisi	1,1%	1,2%	1,5%	1,3%	1,3%
Özkaynak Getirisi	16,6%	20,9%	27,3%	21,7%	22,9%

Getiri (%)	**S1A**	**S3A**	**S6A**	**S1Y**	**YB**
TL Getiri:	-6,3	1,2	3,0	24,9	3,7
US$ Getiri:	-8,1	-3,8	-6,9	5,1	-11,0
BİST 100 Relatif Getiri:	2,9	22,4	31,8	20,9	3,0



Tablo 1: Özet Bilanço

(Banka-Konsolide Olmayan, TL)	9A25	6A26	9A26	Çeyreklik %	Yıllık %	YtD
Menkul Kıymetler Portföyü	1.108.811	1.296.347	1.374.977	6,1%	24,0%	14,6%
Krediler	2.644.343	3.277.139	3.563.854	8,7%	34,8%	22,4%
Toplam Aktifler	**4.994.270**	**5.810.756**	**6.235.114**	**7,3%**	**24,8%**	**15,7%**
Mevduat	3.132.011	3.566.974	4.024.451	12,8%	28,5%	16,7%
TL Mevduat	2.213.921	2.559.352	2.903.337	13,4%	31,1%	19,0%
YP Mevduat	918.090	1.007.622	1.121.114	11,3%	22,1%	11,0%
Özkaynaklar	263.628	353.008	357.016	1,1%	35,4%	10,7%
Toplam Yükümlülükler	**4.994.270**	**5.810.756**	**6.235.114**	**7,3%**	**24,8%**	**15,7%**

Kaynak: Banka Finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Özet Gelir Tablosu

(Banka-Konsolide Olmayan, TL)	3Ç25	2Ç26	3Ç26	Çeyreklik %	Yıllık %	Eylül 25	Eylül 26	Yıllık %
Net Faiz Geliri (Swap dahil)	31.519	42.401	55.586	31,1%	76,4%	78.185	146.468	87,3%
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	20.605	22.362	26.265	17,5%	27,5%	53.321	67.965	27,5%
İştirak Gelirleri	518	596	3	-99,5%	-99,4%	518	985	90,2%
Ticari Kar/Zarar (Net)	4.355	-2.088	488	a.d.	-88,8%	16.858	568	-96,6%
Diğer Faaliyet Gelirleri (Net)	1.058	10.656	1.735	-83,7%	63,9%	15.379	14.196	-7,7%
Karşılık Giderleri (Net)	10.433	11.331	22.551	99,0%	116,1%	27.153	46.356	70,7%
Faaliyet Giderleri	30.694	43.829	39.893	-9,0%	30,0%	83.290	122.697	47,3%
Vergi Öncesi Kar	16.412	18.817	21.683	15,2%	32,1%	53.817	61.293	13,9%
Vergi	4.519	3.740	6.251	67,1%	38,3%	11.860	15.753	32,8%
Net Kar	**11.893**	**15.077**	**15.432**	**2,4%**	**29,8%**	**41.956**	**45.540**	**8,5%**

Kaynak: Banka Finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 3: Bilanço Rasyoları

Fonlama Yapısı	3Ç25	2Ç26	3Ç26	Çeyreklik %	Yıllık %	YtD
Kredi/Mevduat Oranı	84%	92%	89%	-3,3%	4,1%	4,1%
TL Kredi/Mevduat Oranı	74%	81%	76%	-4,2%	1,9%	1,5%
YP Kredi/Mevduat Oranı	108%	121%	120%	-0,5%	11,7%	12,6%
Vadesiz Mevduat/Mevduat	30%	32%	30%	-1,4%	0,8%	-2,4%
Vadeli Mevduat/Mevduat	70%	68%	70%	1,4%	-0,8%	2,4%
Aktif Kalitesi	**3Ç25**	**2Ç26**	**3Ç26**	**Çeyreklik %**	**Yıllık %**	**YtD**
Takipteki Kredi Oranı	2,8%	3,4%	4,1%	0,7%	1,3%	1,2%
Net Kredi Riski Maliyeti	1,61%	1,37%	2,53%	1,2%	0,9%	1,9%
Net Kredi Riski Maliyeti (Kümüle)	1,54%	1,53%	1,92%	0,4%	0,4%	0,6%
Aşama 1 Krediler/Toplam Krediler	88,7%	86,3%	86,3%	0,0%	-2,4%	-2,1%
Aşama 2 Krediler/Toplam Krediler	8,5%	10,4%	9,6%	-0,7%	1,1%	0,9%
Toplam Karşılık/Takipteki Kredi Oranı	123,7%	107,9%	96,0%	-12,0%	-27,7%	-18,5%
Sermaye Yeterlilik ve Kaldıraç Oranı	**3Ç25**	**2Ç26**	**3Ç26**	**Çeyreklik %**	**Yıllık %**	**YtD**
Çekirdek Sermaye Yeterliliği Oranı	10,0%	9,5%	9,1%	-0,4%	-1,0%	-2,4%
Ana Sermaye Yeterliliği Oranı	12,3%	12,0%	11,5%	-0,5%	-0,8%	-2,9%
Sermaye Yeterliliği Oranı	14,7%	14,1%	13,6%	-0,5%	-1,1%	-3,1%
Kaldıraç	18,9	16,5	17,5	1,00	- 1,48	0,75
Kredi Kırılımları	**3Ç25**	**2Ç26**	**3Ç26**	**Çeyreklik %**	**Yıllık %**	**YtD**
TL Krediler/Krediler	62,3%	62,9%	62,2%	-0,7%	-0,2%	-0,5%
YP Krediler/Krediler	37,7%	37,1%	37,8%	0,7%	0,2%	0,5%
TL Mevduat/Mevduat	70,7%	71,8%	72,1%	0,4%	1,5%	1,4%
YP Mevduat/Mevduat	29,3%	28,2%	27,9%	-0,4%	-1,5%	-1,4%

Kaynak: Banka Finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 4: Karlılık Rasyoları (Çeyreklik)	3Ç25	2Ç26	3Ç26	Çeyreklik %	Yıllık %	YtD
Aktif Karlılığı	1,0%	1,1%	1,0%	-0,04%	0,03%	-1,14%
Özkaynak Karlılığı	18,7%	17,6%	17,4%	-0,23%	-1,27%	-20,97%
Net Faiz Marjı (Swap adj.)	2,8%	3,2%	3,9%	0,75%	1,12%	-1,07%
Karlılık Rasyoları (Kümüle)	**3Ç25**	**2Ç26**	**3Ç26**	**Çeyreklik %**	**Yıllık %**	**YtD**
Aktif Karlılığı	1,3%	1,1%	1,1%	-0,02%	-0,20%	-0,46%
Özkaynak Karlılığı	23,3%	17,9%	17,8%	-0,13%	-5,45%	-9,46%
Net Faiz Marjı (Swap adj.)	2,6%	3,5%	3,6%	0,15%	1,02%	0,33%
Verimlilik Rasyoları	**3Ç25**	**2Ç26**	**3Ç26**	**Çeyreklik %**	**Yıllık %**	**YtD**
Faaliyet Giderleri/Toplam Aktifler	2,6%	3,1%	2,6%	-0,44%	0,08%	-0,03%
Komisyon Gelirleri/Toplam Aktifler	1,7%	1,6%	1,7%	0,17%	0,02%	0,25%
Komisyon Gelirleri/Faaliyet Giderleri	67%	51%	66%	14,82%	-1,29%	10,06%

Kaynak: Banka Finansalları, Şeker Yatırım Araştırma

UYARI NOTU:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.
Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenirliliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com